

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

振德医疗(603301)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

境外业务稳步增长, 汇率波动短期影响利润

常规业务逐季向好, 境外有望加速发展

减值计提短期影响盈利水平, 国内外市场双轮驱动, 成长可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

海外产能爬坡驱动收入增长提速, 盈利能力季度环比改善

2025年09月08日

事件: 公司发布 2025 年中期报告, 2025 年上半年实现营业收入 21.00 亿元 (yoy+2.83%), 归母净利润 1.28 亿元 (yoy-20.70%), 扣非归母净利润 1.18 亿元 (yoy-26.97%), 经营活动现金流 1.61 亿元 (yoy+41.18%)。其中 2025Q2 实现营业收入 11.09 亿元 (yoy+2.79%), 归母净利润 0.77 亿元 (yoy-12.76%)。

点评:

- **海外产能爬坡驱动收入增长提速, 国内零售端仍待修复。**2025 年上半年公司积极推动产业链全球化布局, 加速海外生产基地建设和效率提升, 2025H1 公司境外主营业务实现收入 12.92 亿元 (yoy+13.34%), 增速显著快于公司整体, 我们认为公司海外产能建设能有效满足当前贸易环境下国际客户对供应链多元化的需求, 未来有望获得更多合作机会和业务商机; 2025H1 国内市场医院线实现收入 5.33 亿元 (yoy+0.99%), 保持稳定, 零售线实现收入 2.14 亿元 (yoy-37.07%), 我们认为随着公司有效推进“721”产品聚焦策略, 优化长尾产品, 集中资源打造核心大单品, 国内零售端业务有望修复。分产品来看, 手术感控、现代伤口敷料、感控防护均保持较快增长, 分别实现收入 9.04 亿元 (yoy+14.19%)、3.90 亿元 (yoy+17.83%)、1.38 亿元 (yoy+11.86%)。
- **汇兑收益+费用投入影响, 利润端承压, Q2 环比已现改善趋势。**2025 年上半年公司销售净利率为 6.22% (yoy-1.97pp), 主要是因为汇兑收益+费用投入影响, 利润端承压, 其中: ①汇率波动导致汇兑收益减少, 叠加利息收入减少, 财务费用较去年同期增加; ②公司海外生产基地尚处于产能效率爬阶段, 短期费用支出增加; ③开发新市场国际国内产品注册费用增加。从季度趋势来看, 2025Q1、Q2 销售净利率分别为 5.29%、7.06%, 环比呈现改善趋势。我们认为随着高毛利的现代伤口敷料、手术感控业务收入占比提升, 叠加海外生产基地规模效应释放, 公司盈利能力有望持续提升。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 46.17、53.36、61.99 亿元, 同比增速分别为 8.3%、15.6%、16.2%, 归母净利润分别为 3.90、5.19、6.42 亿元, 同比增速分别为 1.1%、33.2%、23.8%, 对应 2025 年 9 月 5 日股价, PE 分别为 17、13、10 倍。
- **风险因素:** 市场开拓不及预期的风险; 海外生产效率提升不及预期风险; 汇率波动风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,127	4,264	4,617	5,336	6,199
增长率 YoY %	-32.8%	3.3%	8.3%	15.6%	16.2%
归属母公司净利润 (百万元)	198	385	390	519	642
增长率 YoY%	-70.8%	94.1%	1.1%	33.2%	23.8%
毛利率%	34.7%	34.0%	35.1%	35.8%	36.1%
净资产收益率ROE%	3.7%	6.8%	6.5%	8.3%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.45	1.46	1.95	2.41
市盈率 P/E(倍)	33.88	17.45	17.26	12.96	10.47
市净率 P/B(倍)	1.25	1.19	1.13	1.07	1.00

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,720	2,650	3,828	4,265	4,878
货币资金	1,052	596	1,707	1,923	2,277
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	540	757	770	860	947
预付账款	51	71	77	84	99
存货	801	771	824	934	1,078
其他	276	455	451	464	476
非流动资产	4,547	4,927	5,041	5,082	5,078
长期股权投资	123	122	122	122	122
固定资产(合计)	2,371	2,591	2,739	2,827	2,859
无形资产	607	710	728	734	738
其他	1,446	1,503	1,451	1,398	1,358
资产总计	7,267	7,577	8,870	9,347	9,956
流动负债	1,172	1,160	2,006	2,124	2,302
短期借款	220	267	1,047	1,047	1,047
应付票据	14	21	18	22	25
应付账款	398	463	481	547	637
其他	540	409	461	508	593
非流动负债	490	520	641	641	641
长期借款	200	283	383	383	383
其他	290	237	258	258	258
负债合计	1,662	1,680	2,647	2,765	2,943
少数股东权益	239	253	271	295	323
归属母公司股东权益	5,366	5,643	5,951	6,287	6,691
负债和股东权益	7,267	7,577	8,870	9,347	9,956
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,127	4,264	4,617	5,336	6,199
同比(%)	-32.8%	3.3%	8.3%	15.6%	16.2%
归属母公司净利润	198	385	390	519	642
同比	-70.8%	94.1%	1.1%	33.2%	23.8%
毛利率(%)	34.7%	34.0%	35.1%	35.8%	36.1%
ROE%	3.7%	6.8%	6.5%	8.3%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.45	1.46	1.95	2.41
P/E	33.88	17.45	17.26	12.96	10.47
P/B	1.25	1.19	1.13	1.07	1.00
EV/EBITDA	11.39	9.16	7.73	6.14	4.88

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,127	4,264	4,617	5,336	6,199
营业成本	2,695	2,813	2,997	3,425	3,961
营业税金及附加	33	40	39	47	55
销售费用	381	369	402	464	539
管理费用	513	522	609	704	806
研发费用	139	135	143	165	192
财务费用	-21	-18	21	4	-3
减值损失合计	-207	-42	-45	-40	-40
投资净收益	7	11	9	11	13
其他	40	120	88	114	141
营业利润	226	492	458	613	763
营业外收支	-7	-16	0	0	0
利润总额	219	475	458	613	763
所得税	5	78	51	70	93
净利润	213	397	407	542	670
少数股东损益	15	12	18	24	28
归属母公司净利润	198	385	390	519	642
EBITDA	531	635	834	1,016	1,204
EPS(当年)(元)	0.74	1.45	1.46	1.95	2.41

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	452	461	804	873	1,047
净利润	213	397	407	542	670
折旧摊销	244	248	355	400	443
财务费用	17	4	39	55	55
投资损失	-7	-11	-9	-11	-13
营运资金变动	-236	-165	-2	-103	-81
其它	220	-12	15	-10	-27
投资活动现金流	-1,058	-768	-421	-368	-350
资本支出	-587	-648	-430	-380	-363
长期投资	-471	-124	0	0	0
其他	0	4	9	11	13
筹资活动现金流	-423	-169	723	-288	-344
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-92	130	880	0	0
支付利息或股息	-424	-159	-214	-288	-344
现金流净增加额	-1,016	-455	1,111	217	354

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。